

财会文库

债务期限结构 影响因素研究

——理论和证据

肖作平 廖理 著

 中国人民大学出版社

财会文库

债务期限结构 影响因素研究

——理论和证据

肖作平
廖理
著

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目(CIP)数据

债务期限结构影响因素研究：理论和证据/肖作平，廖理著．

北京：中国人民大学出版社，2009

（财会文库）

ISBN 978-7-300-09902-6

I．债…

II．①肖…②廖…

III．企业-债券-研究

IV．F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 168927 号

财会文库

债务期限结构影响因素研究——理论和证据

肖作平 廖理 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010—62511242（总编室）	010—62511398（质管部）	
	010—82501766（邮购部）	010—62514148（门市部）	
	010—62515195（发行公司）	010—62515275（盗版举报）	
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com （人大教研网）		
经 销	新华书店		
印 刷	涿州星河印刷有限公司		
规 格	148 mm×210 mm 32 开本	版 次	2009 年 2 月第 1 版
印 张	12.5 插页 1	印 次	2009 年 2 月第 1 次印刷
字 数	355 000	定 价	30.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

总序

在当今社会中，会计工作作为一种重要的管理工作，已经和世人的经济生活完全融合在一起，达到了须臾不可分离的境界。在现实生活中，如果离开会计工作，人类社会就难以运转，更不用说持续发展了。在我国，会计工作的重要性已为越来越多的人所认识，一股不大不小的“会计热”传遍了神州大地。但是时至今日，仍有人对会计或会计工作的认识很不到位，在理

论上否认会计工作的管理属性，在实践中将会计工作排除在核心管理层之外，其结果既贻误当前的工作，也将严重阻碍会计的未来发展。

今年是我们进入 21 世纪的第二年，世界经济面临着动荡不定、变化多端、难以预计的复杂情况，正是在这样的背景下，这两年发生在中外资本市场上的许多重大事件不断地向世人展示了经济发展和会计工作之间的密不可分的特殊关系。2001 年 8 月，中国《财经》杂志发表了一篇封面文章——《银广夏陷阱》，该文披露了银广夏的造假内幕（即利用虚假会计信息，诱使广大股民狂购其上市股票），从而打破了中国资本市场上的银广夏神话。银广夏股票价格的狂升及其创造的所谓巨额利润均来自于虚假会计信息的支撑，与此事件有关的会计、审计机构和会计、审计人员是难辞其咎的。无独有偶，2001 年 12 月 2 日，曾被美国《财富》杂志列为世界 500 强第七位的安然公司，由于通过复杂的财务结构和会计处理虚构收入及利润以维持高增长的幻象的破灭，最终不得不向纽约法院申请破产保护。这一事件不仅涉及安然公司及其财务会计工作，而且也涉及了大名鼎鼎的世界五大会计公司之一安达信。从上述两个案例中我们可以看出，在当今这样一个高度信息化的社会，会计管理活动及其所生成的信息在资本市场和经济决策中起着举足轻重的作用，差之毫厘，谬之千里。反过来看，要防范资本市场中的金融风险，提高企业的经济效益，快速发展经济，就必须在宏观和微观两个层面上不断地强化会计工作。只有建立一套开放性的、满足现实需要，并与 IT 技术紧密结合的会计管理体系，企业才有可能稳步地发展，社会经济才有可能健康、有序地运行。

在人类会计管理实践的发展过程中，会计学术界的理论研究一直起着很重要的导向作用。而教材和专著则是理论研究成果的两种主要表现形式，其中，能够形成教材的大多是相对成熟的、自成体系的研究成果，而那些不尽成熟，但却极具开拓性和创造性的研究成果则需要借助于专著这种表现形式了。历史地看，理论的发展总是表现为一个不断积累和延续的过程，而一所大学的一个重点学科，既需要以优秀的教材来表现其积累之深厚，又需要以开拓性的

专著来展现其延续的繁荣。中国人民大学会计系自 1993 年推出了会计系列教材之后，社会反响很大，成为我国改革开放后销售总量最大的系列教材。但是，中国人民大学会计系的中青年学者们并没有满足于现状，他们在做好教学工作的同时，始终没有停止过对诸多会计前沿课题的思考和研究，并在各自的研究领域取得了丰硕的研究成果。这套《财会文库》就是对这些研究成果的一个系统的展现。

《财会文库》顺应了新形势下会计工作由核算型向核算管理型转变这样一个客观的现实，不仅关注一些新兴经济业务的会计核算，更注重建立在会计核算基础之上的会计管理。从即将出版的几本专著来看，其内容涵盖了衍生金融工具会计核算与管理、证券市场会计监管、会计决策和会计控制、网络时代的会计管理等多个专题。在这些专著中，作者们以积极务实的态度表现了他们对资本市场中诸多会计问题的关注，表现了他们对网络时代会计核算、会计控制、会计决策、会计分析和会计考评等问题的极大兴趣和认真思考。虽然有些观点还不尽成熟，但是其中所闪耀的思想火花必将引发人们更进一步的探索和研究。

《财会文库》的出版得到了中国人民大学出版社的大力支持。出版社的同志计划把文库办成一个开放的、活跃的理论阵地，他们既立足于中国人民大学，又放眼于全国；既着力于创新，又主张有争鸣。我衷心希望会计界的有识之士都能把自己最新的研究成果纳入到这套文库中来，同时也希望《财会文库》能不断地推出好作品、新作品，为繁荣我国的会计学术研究做出应有的贡献。

阎达五

2002 年 4 月

前言

公司如何管理债务政策以使资本成本最小是理论界和实务界极感兴趣的课题之一。公司可获得的主要资本来源可分为两大类：一是债务；二是权益。公司首先需要对债务和权益之间的选择作出决策。当选用债务融资时，公司需要对债务期限结构的选择作出决策。在解释公司融资决策中，财务文献已取得显著进展。焦点日益从基本杠杆选择的检查移向公司融资决策更详细

的方面，如债务期限结构。债务期限是构成公司融资决策整体所必要的部分，是债务契约的重要内容，规定着债权人和债务人的权利和义务。不同的债务期限具有不同的激励特征。这些使得提供债务期限本质以及调查其影响因素成为必要。理论和实证文献对债务和权益之间的选择做了大量研究，而对债务期限结构的了解甚少。在浩如烟海的资本结构文献面前，如果资本结构是一个“谜”（Myers, 1984, 2001），那么债务期限结构更是一个“谜”。中国正处于经济体制转轨中，存在特殊的制度背景，中国上市公司的债务期限结构之谜“更令人困乏”。这为检验中国上市公司的债务期限结构影响因素提供机会，使笔者对中国上市公司债务期限结构问题的研究深感兴趣。

本书在债务期限结构理论及其影响因素实证研究文献回顾的基础上，首先分析了中国的制度背景和中国上市公司债务期限结构特征。其次，根据债务期限结构理论模型并结合中国制度背景，理论分析公司特征如何影响债务期限结构选择，采用面板数据从静态和动态视角实证研究公司特征对债务期限结构选择的影响。再次，根据债务期限结构理论和公司治理理论，结合中国制度背景，理论推演公司治理在债务期限结构选择中的作用机理，使用面板数据，采用混合最小二乘法实证检验公司治理如何影响债务期限水平，构建 Logit 模型和排序选择模型实证检验公司治理如何影响债务期限类型（高，中，低）；采用参数（配对样本 T 检验）和非参数检验（Wilcoxon 符号秩检验）程序检验公司是否发行外资股对债务期限结构选择的影响，进而对债务期限结构影响因素进行全面且系统的研究。最后，根据理论和实证研究结果，为中国上市公司债务期限结构的优化、政府部门相关政策和上市公司财务政策的制定、国有企业的改革、资本市场的发展以及公司治理结构的设计等提出政策性建议。全书共分八章：

第 1 章，导论。论述研究背景及研究意义、主要内容及框架、理论基础及研究方法、改进和创新以及相关术语的定义。

第 2 章，债务期限结构理论研究综述。论述了权衡理论、代理成本理论、基于税收理论以及信息不对称理论（包括信号传递假说

和流动性风险假说)等债务期限结构理论,对债务期限结构理论进行系统的归纳和整理,为构建债务期限结构选择的实证检验模型提供理论依据。

第3章,债务期限结构影响因素实证研究综述。对国内外债务期限结构影响因素实证研究文献进行回顾,评价现有文献存在的问题和不足之处,掌握国内外研究动态,同时也为本书实证研究中相关研究变量的定义提供依据。

第4章,中国制度背景分析。对中国制度背景进行分析,以便为解释中国上市公司债务期限结构的选择提供现实背景和理论依据,有利于读者深入了解债务期限结构影响因素的背后力量。

第5章,中国上市公司债务期限结构特征分析。对中国上市公司债务期限结构特征进行分析,并与国外其他国家(包括工业化国家和新兴市场经济国家)的公司债务期限结构特征进行比较,以便对中国上市公司的债务期限结构特征有个整体认识。

第6章,公司特征影响债务期限结构选择的理论和实证研究。根据债务期限结构理论模型,结合中国制度背景,对影响债务期限结构选择的公司特征进行理论分析,采用面板数据,构建静态和动态计量经济模型,实证研究公司特征如何影响债务期限结构选择。

第7章,公司治理影响债务期限结构选择的理论和实证研究。根据债务期限结构理论和公司治理理论,结合中国制度背景,理论推演公司治理与债务期限结构之间关系,采用混合最小二乘法实证检验公司治理如何影响债务期限水平,构建Logit模型和排序选择模型实证检验公司治理如何影响债务期限类型(高,中,低)。采用参数(配对样本T检验)和非参数检验(Wilcoxon符号秩检验)程序检验公司是否发行外资股对债务期限结构选择的影响。

第8章,结论和政策性建议。在以上各章分析的基础上,总结全文的主要结论,并根据本书所获得的结果,为中国上市公司债务期限结构的优化、政府部门相关政策和上市公司财务政策的制定、国有企业的改革、资本市场的发展以及公司治理结构的设计等提供政策性建议。

通过上述研究,笔者发现:

(1) 与其他国家(包括西方七国和一些发展中国家,如印度、巴基斯坦和土耳其)相比,在中国上市公司债务期限结构中,短期债务比重偏高,长期债务比重偏低。

(2) 行业类别、公司注册地所在区域和宏观经济因素显著影响中国上市公司债务期限结构选择;不同行业之间的债务期限结构存在系统性差异,管制类行业具有相对高的债务期限;不同地区之间的债务期限结构存在显著差异,中部地区的债务期限显著高于东、西部地区的债务期限,市场化程度高、经济发达的地区具有相对低的债务期限。

(3) 债务期限调整成本显著影响债务期限结构选择,中国上市公司的债务期限调整成本相对较高,调整速度相对较慢。

(4) 债务期限随着杠杆、公司规模、资产期限的增加而增加,随着自由现金流量、波动性的增加而下降。异常盈余的系数是负的但不显著。在债务期限水平回归中,成长机会的系数或者不显著或者为显著正的。在债务期限分类回归中,成长机会的系数是负的且显著。在静态回归中,实际税率对债务期限结构决策的影响不显著;在动态回归中,实际税率与债务期限显著正相关。

(5) 公司治理显著影响债务期限结构决策。治理水平高的公司(如存在少数大股东联盟,独立性较强的董事会)使用少的短期债务,更可能使用高的债务期限。相反,治理水平低的公司使用多的短期债务,更可能使用低的债务期限。

本书的改进及创新体现在以下几个方面:

第一,对中国制度背景及债务期限结构特征进行系统分析,对宏观经济、行业类别、公司注册地所在区域与债务期限结构之间关系进行系统研究;从制度角度对中国上市公司的融资行为、债务期限结构特征进行解释,提供中国上市公司债务期限结构问题研究的另一种思路和现实背景。

第二,使用面板数据,构建双向效应动态调整模型,率先从动态视角实证分析公司特征如何影响中国上市公司债务期限结构选择。研究发现一些新证据,比如,调整成本(交易成本)显著影响债务期限结构选择,但债务期限调整成本相对较高,调整速度相对

较慢；债务期限结构的选择能减缓自由现金流量问题，等等。

第三，结合中国制度背景，理论推演公司治理如何影响债务期限结构选择，采用面板数据，率先应用混合最小二乘法实证检验公司治理如何影响债务期限水平，应用二分类 Logit 模型和排序选择模型（ordered choice model）实证检验公司治理如何影响债务期限类型；采用参数和非参数检验程序实证分析法律环境如何影响债务期限结构选择。

本书系教育部高等学校博士学科点科研基金课题《公司治理和债务期限结构选择研究——理论和证据》（200806131003）的阶段成果。

目 录

第 1 章	导论	(1)
1.1	研究背景及研究意义	(1)
1.2	研究的主要内容及框架	(7)
1.3	理论基础与研究方法	(13)
1.4	相关术语的定义	(18)
1.5	研究的改进与创新	(24)

第 2 章 债务期限结构理论研究综述	(26)
2.1 权衡理论.....	(27)
2.2 代理成本（契约成本）理论.....	(35)
2.3 税收假说.....	(48)
2.4 信息不对称假说.....	(60)
2.5 本章小结.....	(84)
第 3 章 债务期限结构影响因素实证研究综述	(86)
3.1 国别因素和宏观经济因素.....	(88)
3.2 行业因素.....	(94)
3.3 公司特征因素.....	(96)
3.4 公司治理因素	(112)
3.5 本章小结	(115)
第 4 章 制度背景分析.....	(120)
4.1 内部治理结构	(122)
4.2 外部治理结构	(152)
4.3 资本市场发展状况	(173)
4.4 税收体制	(179)
4.5 市场利率化问题	(184)
4.6 资本市场效率性	(187)
4.7 本章小结	(189)
第 5 章 中国上市公司债务期限结构特征分析.....	(191)
5.1 中国上市公司债务构成分析	(192)
5.2 中国上市公司债务期限结构趋势分析	(198)
5.3 宏观经济和债务期限结构	(204)
5.4 行业类别和债务期限结构	(208)
5.5 上市公司区域分布和债务期限结构	(222)
5.6 本章小结	(238)

第 6 章	公司特征影响债务期限结构选择的理论和实证研究	(240)
6.1	公司特征影响债务期限结构选择的理论分析	(241)
6.2	实证研究设计	(252)
6.3	实证结果及分析	(268)
6.4	本章小结	(281)
第 7 章	公司治理影响债务期限结构选择的理论和实证研究	(283)
7.1	公司治理影响债务期限结构选择的理论分析	(285)
7.2	实证研究设计	(307)
7.3	实证证据	(313)
7.4	本章小结	(347)
第 8 章	本书研究的主要结论和政策性建议	(349)
8.1	主要研究结论	(350)
8.2	政策性建议	(355)
8.3	研究的局限和后续研究建议	(361)
参考书目		(363)

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

资本对所有的企业而言都是非常重要的资源。企业可获得的资本来源分为两大类：一是债务，其由契约条款构成，企业凭此借入一定数额资金并承担在某一特定时间偿还的义务；二是权益，企业为了获

取资金而必须出售部分产权。这两种主要融资工具与不同的收益和控制权水平相关。债务承诺要求权期满时的固定定期清偿，具有固定索取权；权益承担资源流入和承诺给其他代理人偿还差额的剩余风险，具有剩余索取权。Williamson (1988) 针对不同融资工具的特点及其对治理结构的影响明确指出，与其说债权和股权是融资手段，倒不如说两者是两种可替代的公司治理结构。因为债务治理是按照规则运行，主要确定了还本付息、清偿和运营流动性的要求，是一种比较简单的治理结构，组织成本相对较低；而相比之下，股权融资是一种比较复杂的治理结构，主要是依靠董事会监控机制，其组织成本比较高，需要更多的专断，更具有强制性。相类似的，Hart (1995) 指出，不同证券的本质特征是其赋予证券持有者不同的权利，如股票赋予股东对公司重大事项的投票权，债券则赋予债权人拥有当公司不能支付承诺时处置抵押品的权利。当为资产或成长机会融资时，公司首先需要对债务和权益之间的选择作出决策。当选择债务融资时，公司需要对债务的内部结构作出决策，如债务期限结构、债务所有权结构和债务优先性结构等。Hart and Moore (1995) 认为，短期债务能迫使管理者吐出现金，否则他们将使用这些资金从事非营利的帝国建造。Rajan and Winton (1995) 表明短期债务给贷款人提供了使用最少精力而能有效监督内部人的灵活性。由于短期债务需要频繁的续借，Stulz (2000) 认为，短期债务是监督内部人机会主义的一种极有力的工具。相类似的，相对长期债务而言，短期债务在处理公司治理方面具有比较优势。因此，从某种意义上讲，债务期限结构也是一种公司治理机制。

自从 Modigliani and Miller (1958) 作出无关性命题以来，公司融资问题的研究持续了近半个世纪，但仍然存在许多悬而未决的问题。与融资选择相关问题在战略管理研究中日益受到重视。在解释公司融资决策中，财务文献已取得显著进展。焦点日益从基本杠杆选择的检查移向融资决策更详细的方面，如债务期限结构。债务期限结构问题的研究是目前国内值得研究的新课题，在国际上也是比较新颖的研究领域之一。债务期限结构的选择是构成公司融资决

策整体所需要的部分。债务融资是公司重要的财务决策行为。债务期限结构是债务契约的重要内容，它规定着债权人和债务人的权利和义务。债务期限结构对公司价值的影响是公司财务文献的一个重要问题。这使提供债务期限结构本质、调查债务期限结构影响因素及其结果成为必要。

先前的研究主要集中在债务和权益融资之间的选择（即公司资本结构决策）上，而对公司债务期限结构的了解甚少。^①然而，不同的债务期限具有不同的激励特征。比如，短期债务可以减少信息不对称程度，传递公司未来前景的信号，约束管理者，减少债权人受债务人的掠夺，阻止投资不足和投资过度问题等；而长期债务可以使管理者处于控制之中，防止管理者的无效率扩张，阻止债权人剥夺价值和降低利率等（Caprio and Gemirguc-Kunt, 1997），因此对公司价值具有不同的影响。当使用债务融资时，内部人（管理者/控股股东）不仅在公司杠杆决策上具有自由度（discretion），而且在债务期限结构决策上具有自由度。因此，为了降低债务融资成本，确保持续经营激励以及减缓代理冲突等，公司必须对其债务期限结构选择作出合理安排。

中国上市公司债务期限结构中，短期债务偏高（占总债务的

① 自从 Modigliani and Miller (1958) 提出无关性定理以来，学术界对资本结构进行了大量的理论和实证研究。在资本结构研究的一个综合回顾中，Harris and Raviv (1991) 指出，尽管调查的模型已识别出许多潜在的资本结构影响因素，但在各种环境中其重要性仍需要被区分开来。在这篇文献中已提出了检查的几个领域，试图将资本结构的各种潜在影响因素及其效应进行区分。与公司相关的不同特征，如规模、成长机会、商业风险、破产成本、代理成本和税盾被普遍认为是公司资本结构的影响因素。Myers (1984) 在《资本结构之谜》一文中写道，“‘公司如何选择它们的资本结构？’回答再一次是‘作者不知道’。资本结构之谜比股利之谜更令人困惑……作者对资本结构之谜知之甚少。作者不知道公司如何选择发行债券、股票或混合证券。”Myers (2001) 在《资本结构》一文中指出，“在 Modigliani and Miller (1958) 的研究已过去 40 多年之后的今天，作者对公司融资选择的理解还很有限。作者了解更多的是融资战术，比如某种特定证券发行的税收设计或时机等，而对融资战略，比如公司目标负债水平等的了解甚少。”Myers 还进一步指出，现有的理论都不是普遍适用的，而只能在一定条件下解释公司的资本结构。在浩如烟海的资本结构文献面前，如果资本结构是一个“谜”，那么债务期限结构更是一个“谜”。